

制造业需求偏弱 大宗调整引发去库存

7月PMI点评

核心内容:

- **制造业产需走弱** 7月制造业 PMI 下滑至荣枯线以下, 低于预期, 供需均出现回落, 库存指标下行, 价格明显走低。导致制造业 PMI 超预期下滑的因素主要包括内外需的同时不振、海外周期下滑引发大宗商品下跌带动的去库存以及疫情持续造成的影响。新订单和新出口订单指数下降。全国订单指数下行 1.9 至 48.5, 仍低于近年均值 2.3, 出口订单下行 2.1 至 47.4, 基本和均值持平。内需复苏收到了疫情反复和房地产业不景气的打击; 而外需方面, 随着欧美向衰退渐行渐近, 外需走弱确定性较强。生产由于需求偏弱而萎缩, 同时大宗商品价格下滑和房地产业不振导致上游减产观望。
- **大宗商品价格下行带动去库存** 7月产成品库存下降 0.6 达到 48.0, 原材料指数降低 0.2 至 47.9。产成品库存下行应从行业上区分, 由于海外衰退交易导致大宗商品价格下跌, 原材料和能源类主动减产去库存是其库存降低的主要因素; 而像汽车、专用设备景气度较好的行业的库存下行体现的是需求的持续改善。原材料库存方面, 除了黑色金属和非金属矿物制品以外的多数行业进行了补库存, 企业信心整体上仍在改善, 石油炼焦和化工也趁着原油价格的大跌补库。产成品库存的低位有利于未来内需回暖时生产的上行。
- **服务业继续修复** 7月份服务业的改善仍在继续, 全国经营活动状况下行 0.9 至 53.8, 依然处于较好景气区间。生产性服务中批发、物流、交通运输和信息服务景气度较好, 航空表现突出; 消费性服务中住宿餐饮景气度较高, 零售小幅回落但依然不弱; 房地产业上行 2.5 个点至 45.7 但新订单仅有 40。7月份建筑业经营活动状况上行 2.6 至 59.2, 土木工程建筑业上行 0.2 至 58.1, 虽然天气炎热不利于开工, 但基建的拉动持续体现, 同时房屋建筑和建筑安装装饰都有不同程度改善。
- **政策支持行业表现较好** 基建投资在财政支持下继续落地, 疫情对开工影响减弱, 带动了专用设备需求进一步回升。有色金属受到新能源和汽车等产业和消费政策的支持, 是原材料类中为数不多的没有收到海外衰退定价逻辑影响的行业。汽车制造也有结构性亮点, 内需在消费政策力挺下上行, 外需小幅改善。
- **7月是复苏路上的“小坑”, 继续观察** 总体上, 政策支持的制造业表现仍然可圈可点, 服务业恢复韧性也较好, 疫情仍是制约。由于 PMI 是环比数据, 在 6 月较强的恢复后于生产淡季回落也并不意外, 7 月是复苏路上的小坑, 但是向上的趋势在政策配合下依然存在, 经济恢复依然处在观察期。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢: 于金潼

2022年7月份中采制造业PMI指数49.0，比6月份下行1.2，低于近年均值1.4。服务业PMI录得53.8，比6月份下行0.9，高于近年均值0.07；建筑业PMI录得59.2，比上个月增长2.6，高于近年均值0.5。中采先进制造业EPMI录得48.2，比上月回落4.3。

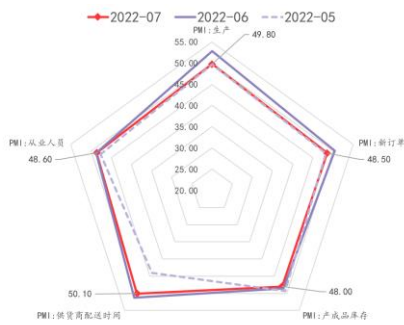
一、制造业产需走弱，大宗商品下跌带动去库存

7月制造业PMI下滑至荣枯线以下，低于预期，供需均出现回落，库存指标下行，价格明显走低。导致制造业PMI超预期下滑的因素主要包括内外需的同时不振、海外周期下滑引发大宗商品下跌带动的去库存以及疫情持续造成的影响。

7月份制造业生产下行至49.8（-3.0），新出口订单下行至47.4（-2.1），产成品库存下行至48.0（-0.6）。7月份生产上行速度高于订单（+1.3），内需表现相对较弱。外需转而下行，7月海外订单下滑但仍略高于4年均值，在美国于紧缩中加快滑向衰退和欧洲受通胀和能源问题困扰的背景下会继续承压，未来下行概率较大。天气炎热的7月是许多行业的生产淡季，内需目前依然受到疫情影响但整体处于恢复阶段，库存处于低位，8月生产仍有望改善。

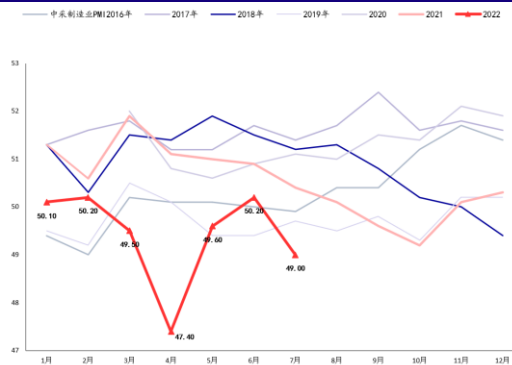
7月份生产环比走弱，略低于景气区间和均值，新订单和出口订单双双下滑，供给的扩张受到限制。6月的工业增加值继续恢复，工业利润也转为正增长，制造业在周期上依然处于向上恢复的区间。7月份Omicron的新变种导致感染再次上行，疫情防控导致的封停对制造业产需的恢复和人员招聘都有不良影响。同时，大宗商品价格的下滑和房地产链条的持续萎靡可能导致上游行业减少生产并观察经济活动，也会对生产形成拖累。以下滑最严重的黑色金属为例，高频数据显示7月钢厂开工率不断下行，企业因价格过低侵蚀利润而减产。其他需求显著低于近年均值的行业还有石油加工及炼焦和非金属矿物制品，整体集中在上游。生产改善较好的包括近期受到消费、新能源和基建政策支持汽车制造、专用设备和有色金属。汽车制造业生产改善4.9个百分点至54.8，有色上行7.8至60.2，专用设备上行2.0至57.2。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和新出口订单指数下降。全国订单指数下行1.9至48.5，仍低于近年均值2.3，出口订单下行2.1至47.4，基本和均值持平。内需复苏收到了疫情反复和房地产业不景气的打击；而外需方面，美国紧缩下二季度进口显著下行，商品消费快速下滑，随着欧美向衰退渐行渐近，外需走弱将对制造业利润形成一定压制。内需表现较好的有有色金属加工、电器机械及器材制造、汽车制造和专用设备；外需方面大多下滑，但最明显的集中于原材料和能源一类，除有色金属外降幅均较大，汽车出口小幅改善。

7月配送时间指标下滑1.2至50.1,依然处于改善区间,略高于均值,其作为逆向指标的下行对PMI有0.18个百分点的抬升,形成干扰。中央政治局会议依照人民至上、生命至上的原则坚持动态清零和严格防空,但这在疫情反复之下仍对人员流动和物流客观上还是有一定限制。鉴于7月需求和生产都出现下行,配送时间的延长还是体现了物流自身的问题。

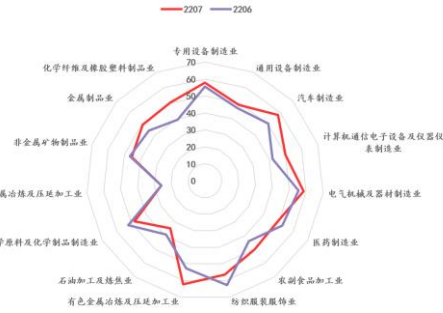
产成品和原材料库存下行。7月产成品库存下降0.6达到48.0,原材料指数降低0.2至47.9。产成品库存下行应从行业上区分,由于海外衰退交易导致大宗商品价格下跌,原材料和能源类主动减产去库存是其库存降低的主要因素;而像汽车、专用设备景气度较好的行业的库存下行体现的是需求的持续改善。原材料库存方面,除了黑色金属和非金属矿物制品以外的多数行业进行了补库存,企业信心整体上仍在改善,石油炼焦和化工也趁着原油价格的大跌补库。产成品库存的低位有利于未来内需回暖时生产的上行。

7月份生产成本压力下行,购进价格和出厂价格回落。全球主要央行紧缩引发的衰退预期使大宗商品价格下行,因此购进价格环比从6月的52.0大幅跌至40.4,其中石油加工和炼焦环比再度下行5.6(上月下行23.4),化学原料及制品制造下行16.4,专用设备下行19.7,汽车制造下行14.5。受到带动的出厂价格下行6.2至40.1。整体上,生产成本还有可能继续下降,PPI还处于回落阶段,但是外部需求的预期疲弱以及内需较慢的恢复可能导致销售端量、价的压力,工业利润改善可能受影响。

图 3: 各行业生产 (%)



图 4: 各行业新订单 (%)

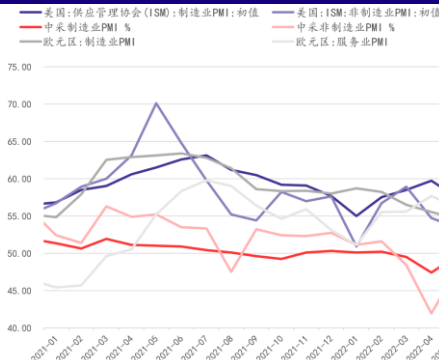


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

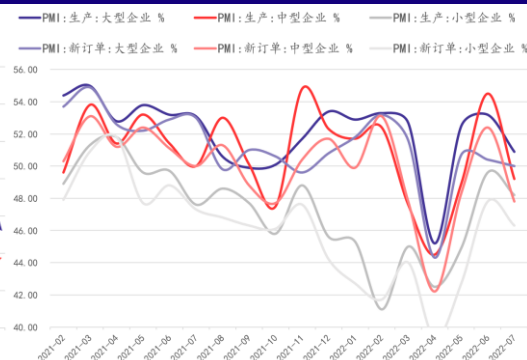
7月大型企业PMI回落0.4至49.8,中型企业回落2.8至48.5,小型企业回落0.7至47.9。其中,中小型企业出口订单回落明显,分别为-4.2和-4.0,大型企业受影响较小,内外需同步下降带动PMI走弱。中型企业本月的回踩相对明显,新订单同样大幅回落,在需求不振下生产量指标环比减少5.3%。雇员方面,大企业指标上行1.1且高于近年均值,中小企业雇员小幅回落,稳就业需要对中小微企业的持续支持。经营预期上,大中小企业全部下行且低于平均水平,内需恢复偏慢和外需走弱影响明显。

图 5: 海外 PMI 快速回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 大中小企业景气度变化 (%)



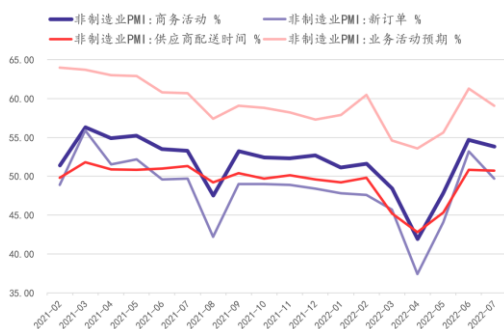
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、服务业继续修复

7月份服务业的改善仍在继续，全国经营活动状况下行0.9至53.8，依然处于较好景气区间，略高于近年平均水平。生产性服务中批发、物流、交通运输和信息服务景气度较好，航空表现突出；消费性服务中住宿餐饮景气度较高，零售小幅回落但依然不弱，房地产业上行2.5个点至45.7但新订单仅有40。虽然7月份新冠确诊和无症状感染者数量比上个月明显增多，但在防控水平进步和需求恢复的背景下，服务业表现依然良好。不过疫情还是影响了需求，新订单(-3.5)回落至49.7。利润保持了环比改善，同时中间投入价格下行4个百分点，企业成本压力持续缓解。库存则小幅上行，达到今年均值附近。经营活动预期下滑2.2至59.1，仍然向好。夏季出行仍在继续，8月份服务业大概率继续改善。

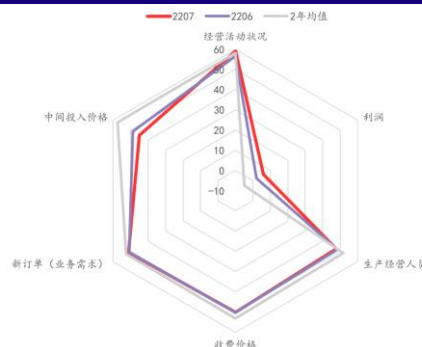
7月份建筑业经营活动状况上行2.6至59.2，土木工程建筑业上行0.2至58.1，虽然天气炎热不利于开工，但基建的拉动持续体现，同时房屋建筑和建筑安装装饰都有不同程度改善。房地产业虽然环比上升，但需求端仍在恶化，保交楼等问题导致消费者信心较差并处于观望状态。中央政治局会议上定下了“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”的基调，在政策明确后各地将致力于风险化解，房地产的改善仍需进一步观察。

图 7：海外 PMI 快速回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、行业情况

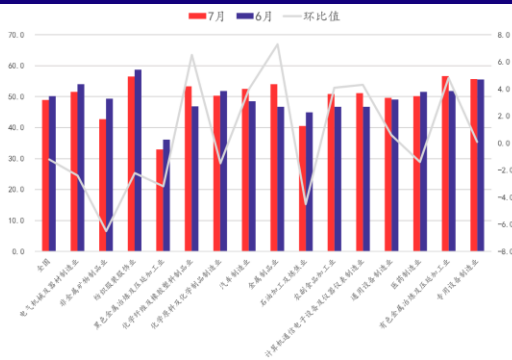
7月各行业 PMI 景气度居前的有有色金属冶炼及延展加工、纺织服装服饰、专用设备和金属制品；而表现较差的有黑色金属、石油加工及炼焦、非金属矿物制品和通用制造。

纺织服装业较强的景气度反映了国内消费的恢复，出口订单量虽然比6月回升但处于历史低位，海外需求可能进一步放缓。基建投资在财政支持下继续快速落地，疫情对开工影响减弱，带动了专用设备需求进一步回升。有色金属则是受到新能源和汽车等产业和消费政策的支持，是原材料类中为数不多的没有收到海外衰退定价逻辑影响的行业。汽车制造也有结构性亮点，内需在消费政策力挺下上行，外需小幅改善可能因为海外整体需求虽有放缓但之前新库存较少；库存下行幅度较大且正在进行原材料补库存，未来生产继续提升空间不低。

表现较差的行业主要受7月大宗商品价格下跌的影响，集中在原材料和能源类，其中内外需求同时向下的黑色金属表现最弱，钢厂主动进行了去库存。随着欧美的经济问题在紧缩下继续加深，上游利润可能继续回落，但在市场预期美联储提前转鸽等因素下，大宗商品价格在7月末企稳，8月不会再出现如此大的降幅。

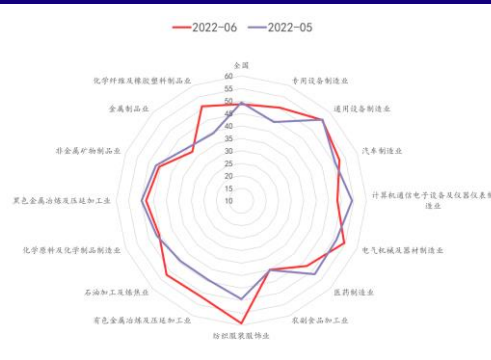
产成品库存方面，除了农副食品加工业外所有行业库存都出现了回落。库存下行最快的有黑色金属、医药制造、非金属矿物制品和汽车制造，结合需求来看，只有汽车的库存是由于订单增长而下行，其他几个行业都在进行主动的去库存。原材料库存方面，黑色金属、非金属矿物制品、化纤和橡胶、电器机械和器材制造有较为明显的去库存，其他行业多数进行了补库，企业对未来生产在稳经济政策持续落地下的上行仍然有信心。整体上，产成品库存的低位不仅意味着需求偏弱，也暗示在恢复继续进行后生产可以明显改善。

图 9：各行业 PMI 变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：各行业产成品库存变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、7月的回落是复苏路上的“小坑”

综合来看，内需偏弱、海外周期下行和疫情的反复叠加季节性因素造成了7月PMI的回落。

内需方面，房地产业的整体景气度依然处于低位，但相关风险大多已经暴露，未来使消费者预期和信心再下行的因素已然不多，不过恢复仍需时日；疫情对供需都有影响，但我国防疫政策进一步科学化，7月各地爆发的疫情控制较好，8月确诊人数可能显著减少。同时，稳经济政策正在加速落地，财政推动基建等项目形成实物资产，产生外溢效应，因此需求整体还是处于恢复期，不过上游行业可能由于商品定价逻辑改变而走弱。

海外经济下行导致的外需走弱不可避免，短期美欧消费仍支撑我国出口相对超预期的表现，但美国二季度经济数据在紧缩下迅速走弱和欧洲面临的能源债务问题导致外需下行确定性较强。7月末大宗商品价格从下跌中企稳，原油也向供需基本面定价回归，给上游行业一定喘息空间。

总体上，政策支持的制造业表现仍然可圈可点，服务业恢复韧性也较好，由于PMI是环比数据，在6月较强的恢复后于生产淡季回落也并不意外，7月是复苏路上的小坑，但是向上的趋势在政策配合下依然存在，经济恢复依然处在观察期。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn